



KOMISJA WSPÓLNOT EUROPEJSKICH

Bruksela, dnia 15.11.2006
KOM(2006) 686 wersja ostateczna

BIAŁA KSIĘGA

**BIAŁA KSIĘGA W SPRAWIE ULEPSZENIA RAM PRAWNYCH WSPÓLNEGO
RYNKU DLA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH**

{SEC(2006)1451}
{SEC(2006)1452}

(przedstawiona przez Komisję)

BIAŁA KSIĘGA

BIAŁA KSIĘGA W SPRAWIE ULEPSZENIA RAM PRAWNYCH WSPÓLNEGO RYNKU DLA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Wprowadzenie

Fundusze inwestycyjne dają inwestorom prywatnym dostęp do profesjonalnie zarządzanych i zdywersyfikowanych inwestycji na przystępnych warunkach. Inwestorzy w Europie będą potrzebowali sprawnego i prawidłowo uregulowanego rynku zarządzania aktywami, w miarę jak zjawisko starzenia się społeczeństw wymusza przyjmowanie na siebie większej odpowiedzialności za własne długoterminowe potrzeby finansowe. Już obecnie prowadzi to do gwałtownego wzrostu tego sektora w Europie i na całym świecie. Na inwestorów instytucjonalnych, w tym fundusze, przypada coraz większa część inwestycji gospodarstw domowych we wszystkich krajach G-10. Fundusze inwestycyjne gromadzą 12,6% aktywów finansowych gospodarstw domowych w Europie.¹ W ostatnich 12 latach wartość aktywów zarządzanych przez fundusze inwestycyjne w UE wzrosła pięciokrotnie. Do roku 2010 oczekuje się dalszego wzrostu w granicach 10% rocznie, co oznacza, że fundusze będą zarządzały ponad 8 bln euro. Podstawą ram prawnych UE dla funduszy inwestycyjnych jest dyrektywa w sprawie funduszy UCITS (przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe) z 1985 r. Dyrektywa² ta stanowiła punkt wyjścia dla dynamicznego rozwoju sektora funduszy inwestycyjnych w Europie. Sektor ten jest w coraz większym stopniu zorganizowany na szczeblu ogólnoeuropejskim. Szeroko stosowany jest „paszport europejski” w odniesieniu do produktów UCITS, a transgraniczna sprzedaż funduszy stanowiła w 2005 r. około 66% łącznych wpływów netto tego sektora.

Wyzwaniem dla organów prawodawczych UE jest zapewnienie, aby te ramy prawne pozostały skuteczne w obliczu zmieniającej się dynamiki rynku i nowych potrzeb inwestorów. Głębokie zmiany strukturalne na europejskich rynkach finansowych przyczyniają się do powstawania nowych obciążeń systemu regulującego UCITS. Niniejsza biała księga przedstawia opinię Komisji Europejskiej na temat sposobów uproszczenia unijnych ram prawnych przy jednoczesnym zapewnieniu atrakcyjnych i bezpiecznych rozwiązań inwestycyjnych dla inwestorów.

Fundusze inwestycyjne, przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) oraz fundusze niebędące przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe:

Fundusze inwestycyjne to odrębne instrumenty inwestycyjne, tworzone wyłącznie w celu gromadzenia aktywów inwestorów oraz inwestowania tych aktywów w ramach zdywersyfikowanego portfela. Inwestorzy nabywają jednostki funduszy reprezentujące aktywa bazowe, w które inwestuje fundusz, a wartość tych jednostek zmienia się w

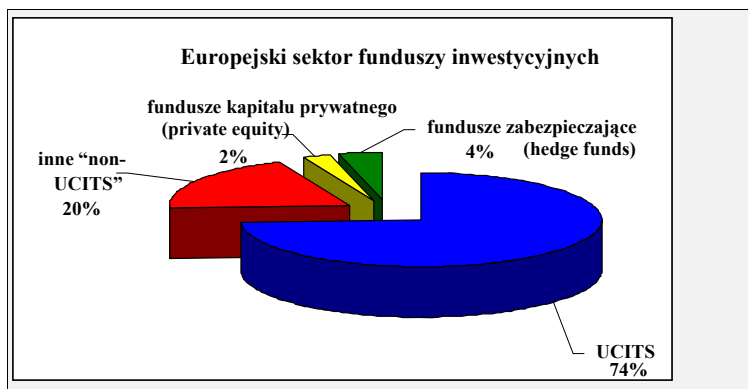
¹ EFAMA Fact Book, 2006.

² Dyrektywa 85/611/EWG Rady zmieniona dyrektywami 2001/107/WE oraz 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady.

zależności od zmian wartości aktywów bazowych. Tym sposobem drobni inwestorzy mogą nabywać udziały w profesjonalnie zarządzanym i zdywersyfikowanym koszyku aktywów finansowych i innych. Koszty zarządu dzieli się między wszystkich inwestorów, zmniejszając tym samym średni koszt na inwestora. Inwestorzy mogą odsprzedać swoje jednostki w dowolnej chwili (fundusze otwarte) lub ich aktywa mogą być zamrożone na pewien czas (fundusze zamknięte).

Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) to fundusze inwestycyjne utworzone i zatwierdzone zgodnie z dyrektywą 85/611/EWG. Dyrektywa ta określa dla funduszy jednolite wymogi organizacyjne, zarządcze i nadzorcze. Ustala ona zasady dywersyfikacji funduszy, płynności funduszy oraz zastosowania dźwigni. Dyrektywa w sprawie funduszy UCITS zawiera listę aktywów, w które inwestować może fundusz. Po uzyskaniu zatwierdzenia fundusz UCITS może sprzedawać swoje jednostki wszystkim podmiotom w całej UE pod warunkiem zgłoszenia tego faktu w każdym państwie członkowskim, w którym jednostki te są zbywane.

Fundusze niebędące przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (non-UCITS) to termin dotyczący wszystkich funduszy niezharmonizowanych, niezależnie od tego, czy podlegają przepisom krajowym czy nie. Do grupy tej należy szereg bardzo różnych form inwestycji i produktów inwestycyjnych – od produktów dla inwestorów prywatnych, takich jak otwarte fundusze nieruchomości, do mniej stabilnych produktów, takich jak fundusze towarowe i fundusze kapitału prywatnego („private equity”).



Zapewnienie większej skuteczności obecnych ram prawnych

Dyrektywa w sprawie funduszy UCITS nie wystarcza już do wspierania europejskiego sektora funduszy, który przechodzi restrukturyzację w celu dostosowania do nowych wymogów konkurencji oraz zmieniających się potrzeb inwestorów w Europie. Główne elementy dyrektywy nie działają skutecznie. Uprawnienia nadane dyrektywą związane są ze zbyt wysokimi kosztami monitoringu zgodności przestrzegania przepisów. Dyrektywa nie daje towarzystwom funduszy inwestycyjnych, posiadającym fundusze lub działającym w różnych państwach członkowskich, wystarczającej elastyczności w zakresie organizowania lub restrukturyzowania działalności. Te niedomagania i ograniczenia znajdują odzwierciedlenie w wyższych kosztach i mniejszych zyskach dla inwestorów. Według niezależnych analiz zmniejszenie kosztów prowadzenia działalności

przez fundusze europejskie do poziomu kosztów przeciętnego dla Stanów Zjednoczonych doprowadziłyby do wzrostu nominalnego zwrotu z inwestycji o 3 %³. Środki proponowane w niniejszej białej księdze mają potencjalnie duże znaczenie dla milionów gospodarstw domowych, które zainwestowały w fundusze. Aby te korzyści dotarły również do inwestorów końcowych, konieczne jest osiągnięcie skutecznej konkurencji na każdym etapie łańcucha wartości sektora funduszy.

Rozwiązywanie większych problemów

Obecne ramy prawne UE stoją w obliczu nowych wyzwań dotyczących ich zasięgu i podejścia.

- (1) **Powstaje coraz większa luka pomiędzy sektorem UCITS a rzeczywistością rynkową:** Wiele funduszy nie może spełnić normatywnych zasad inwestycyjnych zawartych w dyrektywie, więc fundusze te są dostępne dla inwestorów prywatnych na poziomie krajowym, ale nie transgranicznym. Dyrektywa była już raz zmieniana z zamiarem uwzględnienia szerszego spektrum strategii inwestycyjnych. Komisja zajmuje się obecnie wyjaśnieniem, czy szerszy zakres strategii inwestycyjnych jest zgodny z postanowieniami dyrektywy. Jednak ciągle innowacje oznaczają, że konieczne będzie powracanie do tej sprawy w przyszłości. Biała księga przewiduje systematyczny przegląd zasad inwestycyjnych oraz wyników funduszy zarówno zharmonizowanych, jak i niezharmonizowanych.
- (2) **Towarzystwa funduszy inwestycyjnych staną się jednym z podstawowych podmiotów dostarczających osobom fizycznym produkty służące oszczędzaniu na czas emerytury.** Fundusze inwestycyjne stanowią sprawdzony środek gromadzenia kapitału w czasie aktywności zawodowej. Wyzwaniem jest obecnie przekształcenie tych oszczędności w przewidywalne i bezpieczne źródło przychodów dla inwestorów po przejściu na emeryturę. Rozpoczął się wyścig o przygotowanie najlepszych produktów tego typu.
- (3) **Konkurencyjne produkty finansowe.** Wielu uczestników rynku twierdzi, że zarządzanie funduszem UCITS jest kosztowniejsze i objęte większą liczbą ograniczeń niż sprzedaż innych produktów inwestycyjnych, jak na przykład ubezpieczeń na życie powiązanych z funduszami inwestycyjnymi lub instrumentów strukturyzowanych. Ze względu na odmienne cechy regulacyjne i produktowe porównanie to jest nieodpowiednie. Komisja nie uważa, aby prawidłowym rozwiązaniem było w tym przypadku rozszerzenie przepisów o UCITS na wszystkie długoterminowe instrumenty oszczędnościowe. Komisja widzi raczej potrzebę stałego zaangażowania na płaszczyźnie regulacji w zapewnienie, że wszystkie produkty inwestycyjne są sprzedawane na jasnych zasadach, chroniących inwestorów przed zbyt wygórowanymi kosztami lub ryzykiem nieuprawnionej sprzedaży. W połowie 2007 r. Komisja opublikuje wyniki badań rynkowych w tym zakresie.

³ CRA (2006).

- (4) **Sprostanie wyzwaniom globalnej konkurencji.** Zatwierdzenie UCITS cieszy się szerokim uznaniem na rynkach światowych jako gwarancja odpowiedniej struktury produktu oraz skutecznej regulacji. Innowacyjny oraz rozsądnie regulowany europejski sektor funduszy inwestycyjnych już teraz eksportuje know-how do innych regionów. Pojawia się jednak konkurencja ze strony innych jurysdykcji, w których działają fundusze. Konieczne będą ciągłe wysiłki w celu pozostania w światowej czołówce.

Bazowanie na istniejących ramach prawnych

Niniejsza biała księga zakłada stopniowe zmiany istniejących ram prawnych. Proponuje się ich modernizację i uzupełnienie w szeregu konkretnych, ściśle określonych obszarów – zwłaszcza poprzez eliminację procedur oraz kosztów, które nie zwiększają w sposób istotny bezpieczeństwa inwestorów. Akceptowana jest niepewność w kwestii zasięgu i struktury obecnej dyrektywy. We wnioskach uznaje się, że w sumie brak wystarczających przyczyn całkowitej zmiany dyrektywy na tym etapie. Założono natomiast planowy przegląd potrzeb wprowadzenia zmian do zakresu oraz dostosowania podejścia regulacyjnego dyrektywy do zmian wyłaniających się na rynku funduszy inwestycyjnych.

Biała księga przewiduje działania w celu:

- (1) wzmocnienia swobód wspólnego rynku, pozwalając tym samym na skuteczniejszą obsługę inwestorów europejskich oraz globalnych przez sektor funduszy inwestycyjnych;
- (2) zapewnienia inwestorom możliwości podejmowania świadomych decyzji inwestycyjnych oraz polegania na wykwalifikowanych pośrednikach służących obiektywną, specjalistyczną pomocą;
- (3) określenia, czy należy stworzyć ramy wspólnego rynku umożliwiające transgraniczne oferowanie europejskim inwestorom prywatnym niektórych rodzajów funduszy niezharmonizowanych oraz najskuteczniejszego sposobu ich ewentualnego stworzenia;
- (4) rozpoczęcia prac nad europejskim systemem prywatnego plasowania, aby usprawnić sprzedaż funduszy niezharmonizowanych oraz instrumentów finansowych inwestorom instytucjonalnym i posiadającym zaawansowaną wiedzę w innych państwach członkowskich.

Niniejsza biała księga była przygotowywana przez dwa lata w oparciu o szerokie konsultacje i dyskusje z konsumentami, praktykami z branży i decydentami politycznymi. Bazuje ona na odpowiedziach udzielonych w związku z zieloną księgą Komisji z lipca 2005 r.⁴, trzech sprawozdaniach przygotowanych przez specjalnie utworzone grupy ekspertów, odpowiedziach zaangażowanych stron⁵ oraz serii doraźnych

⁴ COM(2005) 314 , końcowy, 14.7.2005.

⁵ Sprawozdania grupy ekspertów ds. wydajności rynku funduszy inwestycyjnych oraz grupy ekspertów ds. inwestycji alternatywnych (funduszy zabezpieczających i funduszy kapitału

inicjatyw, w tym dwóch warsztatach poświęconych uproszczonym prospektom emisyjnym. Księga odpowiada również bezpośrednio na ważne kwestie podniesione w sprawozdaniu Parlamentu Europejskiego. Działania proponowane w niniejszej białej księdze zostały także poddane starannej ocenie wpływu.

1. WSPIERANIE WYDAJNOŚCI W EUROPEJSKIM SEKTORZE FUNDUSZY

Zielona księga Komisji z lipca 2005 r. określiła następujące niedociągnięcia w obecnych ramach legislacyjnych:

- wąskie gardła oraz braki w „europejskim paszporcie” UCITS: procedury sprzedaży transgranicznej trwają zbyt długo, są za drogie i podlegają zbyt ścisłemu nadzorowi;
- niespełniające standardów ujawnianie informacji inwestorom: uproszczony prospekt emisyjny nie pomaga inwestorom ani ich doradcom w podejmowaniu rozważnych decyzji inwestycyjnych;
- wzrost liczby małych funduszy o niskiej wydajności: dyrektywa nie zawiera mechanizmów usprawniających łączenie funduszy lub zarządzanych aktywów; europejski rynek funduszy jest pełen małych i stosunkowo drogiej funduszy, co zwiększa koszty;
- przeszkody w specjalizacji funkcjonalnej i geograficznej: dyrektywa nakłada wymóg koncentracji wszystkich działań w ramach łańcucha wartości w jednym państwie członkowskim; jedynie fundusz może otrzymać „paszport”. Te ograniczenia prawne uniemożliwiają sektorowi funduszy pełne wykorzystanie wszystkich oferowanych przez wspólny rynek korzyści związanych z lokalizacją i specjalizacją.

Służby Komisji zbadały niedociągnięcia istniejące po stronie oferty produktów oraz oceniły pozytywne i negatywne czynniki występujące w różnych wariantach ich usunięcia. Ocena wpływu zawiera jednoznaczne oczekiwanie, że działania w pewnych obszarach przyniosą korzyści wyższe niż koszty lub ryzyko związane z tymi działaniami. Ocena przedstawia także niewiele dowodów na poparcie niektórych działań. W tej części przedstawiono punkty, w przypadku których Komisja wkrótce przedstawi propozycje zmian do obecnej dyrektywy. Niektóre z tych uprawnień uzupełniają się wzajemnie. Dają one towarzystwom funduszy inwestycyjnych oraz administratorom paletę opcji umożliwiających skorzystanie ze zwiększonej wydajności zapewnianej przez wspólny rynek za pomocą wielu modeli działania.

1.1. Usuwanie barier administracyjnych w sprzedaży transgranicznej

Przed rozpoczęciem sprzedaży jednostek funduszu w innym państwie członkowskim dyrektywa w sprawie funduszy UCITS zobowiązuje towarzystwo funduszy inwestycyjnych do złożenia obszernej dokumentacji w odpowiedniej instytucji krajowej i czekania przez dwa miesiące, w trakcie których instytucja ta sprawdza zgodność z krajowym prawem reklamowym. Termin dwóch miesięcy jest nie zawsze

prywatnego). Sprawozdania i wnioski z otwartego przesłuchania w sprawie tych sprawozdań są dostępne na stronie http://ec.europa.eu/internal_rynek/securities/ucits/.

dotrzymywany. Znane są przypadki, kiedy proces zatwierdzania trwał nawet od ośmiu do dziewięciu miesięcy. Obecny system zatwierdzania nie przynosi wielu wymiernych korzyści. Stanowi on jedynie koszt dla uczestników rynku i poważnie ogranicza wprowadzanie nowych produktów na wspólny rynek.

Podjęto znaczne wysiłki w celu usunięcia najważniejszych źródeł konfliktów administracyjnych, prowadzące do przygotowania wytycznych CESR⁶ w czerwcu 2006 r. Jednakże te ważne usprawnienia nie przewyżczą utrudnień administracyjnych i proceduralnych, które mają źródło w przestarzałych postanowieniach dyrektywy.

Komisja zgłosi propozycję zmiany artykułów 44-47 dyrektywy. Obecne procedury administracyjne, które muszą zostać wypełnione przed rozpoczęciem sprzedaży jednostek funduszu w innym państwie członkowskim – zwłaszcza szczegółowa weryfikacja *ex-ante* dokumentacji funduszu przez instytucję w kraju docelowym oraz obowiązujący maksymalnie dwumiesięczny okres oczekiwania – zostaną stopniowo ograniczone. Dokumentacja oraz inne informacje będą przekazywane na szczeblu organów regulacyjnych. Wprowadzone zostaną mechanizmy współpracy organów nadzoru w celu zapewnienia szybkiego rozwiązywania stwierdzonych problemów. Organy nadzoru w państwie docelowym powinny koncentrować się na monitorowaniu przestrzegania krajowych przepisów w zakresie sprzedaży i reklamy przez pośredników bezpośrednio odpowiedzialnych za te działania w docelowej jurysdykcji, a nie na czynnościach zagranicznych towarzystw funduszy inwestycyjnych.

1.2. Ułatwienie transgranicznych fuzji funduszy

Rynek UCITS jest pełen funduszy mniejszych niż wielkość optymalna: około 54 % funduszy UCITS zarządza aktywami o wartości poniżej 50 milionów euro. Z tego względu istotne efekty skali pozostają niewykorzystane, a inwestor końcowy niepotrzebnie ponosi wysokie koszty. Analizy pokazują, że koszty te mogłyby zostać zmniejszone o 5-6 miliardów euro rocznie.

Wobec braku ułatwień w unijnych ramach prawnych fuzje funduszy są złożone, czasochłonne i kosztowne – jeśli w ogóle możliwe. Transgraniczne fuzje funduszy muszą pokonywać specyficzne przeszkody – wynikające z różnic pomiędzy krajowymi regulacjami prawnymi i nadzorczymi. W 2005 r. jedynie 3,5 % fuzji miało charakter transgraniczny. Transgraniczne fuzje funduszy nie powinny prowadzić do negatywnych konsekwencji podatkowych dla inwestorów. W wielu państwach członkowskich wprowadzono już regulacje podatkowe chroniące łączące się fundusze krajowe przed niekorzystnymi konsekwencjami podatkowymi. Konieczne jest zapewnienie podobnych korzyści podatkowych w przypadku fuzji funduszy z różnych państw członkowskich.

Komisja zaproponuje postanowienia uzupełniające do dyrektywy w sprawie funduszy UCITS w celu stworzenia odpowiednich warunków prawnych i regulacyjnych w przypadku fuzji funduszy. Postanowienia te zapewnią, że łączące się fundusze będą w pełni brały pod uwagę potrzeby swoich inwestorów. W szczególności konieczne będzie zapewnienie skutecznego informowania o fuzji z wyprzedzeniem oraz umożliwienie

⁶ CESR - Committee of European Securities Regulators - Komitet Europejskich Organów Nadzoru Papierów Wartościowych

posiadaczom jednostek bezpłatnej ich odsprzedaży.

W zakresie opodatkowania transgranicznych fuzji UCITS⁷ Komisja preferuje oparcie się na stosownych orzeczeniach Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości. Droga ta wydaje się bardziej obiecująca niż przedstawianie propozycji harmonizacji podatków, wymagającej jednogłosego poparcia 27 państw członkowskich. Na podstawie orzecznictwa Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości (ETS) Komisja przedstawi komunikat w celu wyjaśnienia, że krajowe regulacje neutralności pod względem podatkowym powinny być rozszerzone na fuzje funduszy z siedzibą w różnych państwach członkowskich.

1.3. Łączenie aktywów (*asset pooling*)⁸

Łączenie aktywów pozwala na jednoczesne zarządzanie aktywami zgromadzonymi przez różne fundusze przy utrzymaniu obecności funduszy krajowych na różnych rynkach docelowych. Umiejętności i koszty dobrych zespołów zarządzających aktywami mogą zostać rozłożone na większą grupę aktywów. Techniki te można stosować nie tylko w przypadku funduszy inwestycyjnych, ale również w przypadku funduszy emerytalnych. Z łączenia aktywów korzysta się coraz częściej w niektórych państwach członkowskich, natomiast w zakresie transgranicznego łączenia aktywów występują poważne bariery.

Proste technicznie i prawnie podejście do łączenia aktywów jest znane jako łączenie rzeczywiste (ang. *entity pooling*, „łączenie podmiotów”). Podejście to jest obecnie wykluczone ze względu na wymogi dywersyfikacyjne zawarte w dyrektywie w sprawie funduszy UCITS. Istnieje jednak silne poparcie i szerokie doświadczenie w zakresie niektórych tego rodzaju struktur (np. funduszy *master-feeders*). Drugie podejście, określane jako łączenie wirtualne (*virtual pooling*), nie jest związane z prawnym przeniesieniem własności aktywów na fundusz zarządzający. Jest ono natomiast związane z poważnymi wymogami w zakresie zarządzania funduszem oraz wobec back-office. Niektóre organy regulacyjne mają zastrzeżenia wobec tej stosunkowo nowej i jeszcze niesprawdzonej techniki – zwłaszcza w zakresie przejrzystości i egzekwowania kontraktów, a także możliwości systemów informatycznych oraz kontroli zarządzania ryzykiem.

⁷ Większość UCITS nie podlega dyrektywie w sprawie wspólnego systemu opodatkowania mającego zastosowanie w przypadku łączenia, podziałów, wnoszenia aktywów i wymiany udziałów (dyrektywa Rady 90/434/EWG)

⁸ Łączenie aktywów dotyczy gromadzenia aktywów różnych funduszy inwestycyjnych w celu wspólnego zarządzania tymi aktywami w ramach jednego portfela – korzystając tym samym z korzyści skali, płynności oraz innych korzyści handlowych. Pooling może mieć postać łączenia rzeczywistego. Aktywa uczestniczących funduszy są gromadzone przez odrębny podmiot prawny. Struktury funduszy *master-feeders* stanowią formę łączenia rzeczywistego, w którym fundusze zależne (*feeders*) przekazują wszystkie otrzymane aktywa do funduszu podstawowego (*master*). Łączenie wirtualne wykorzystuje technologie informatyczne do gromadzenia aktywów uczestniczących funduszy tak, jakby istniał rzeczywisty portfel aktywów, lecz bez nadawania temu portfelowi osobowości prawnej.

Komisja zaproponuje zmiany do zasad dywersyfikacji oraz innych postanowień dyrektywy w celu umożliwienia szerszego rozpowszechnienia łączenia rzeczywistego. Przygotowując przepisy prawne Komisja zbada także możliwości techniki łączenia wirtualnego oraz potrzebę zmian w dyrektywie w celu zapewnienia pewności prawnej oraz wzmocnienia skutecznego zarządzania i nadzoru takich struktur.

1.4. „Paszport” dla spółek zarządzających

Obecnie grupy zarządzające muszą zakładać spełniającą lokalne wymogi, w pełni operacyjną spółkę zarządzającą aktywami (towarzystwo funduszy inwestycyjnych) w każdym państwie, w którym zlokalizują fundusz: koszty prowadzenia takiej działalności w poszczególnych krajach są wysokie. Podnosi to koszty i uniemożliwia osiągnięcie korzyści skali i specjalizacji. Zmiana wprowadzona w 2001 r. nie wprowadziła skutecznego „europejskiego paszportu” dla spółek zarządzających funduszami korporacyjnymi. Nadszedł czas zakończenia tych prac oraz rozszerzenia uprawnień na fundusze kontraktowe. Komisja jest przekonana, że możliwe jest znalezienie rozwiązań pozwalających rozwiązać obawy organów nadzoru związane z rozdzieleniem odpowiedzialności za nadzór nad administracją funduszu od odpowiedzialności za nadzór nad zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Konieczne będzie dokładne zbadanie zakresu usług zarządzania, które mogą zostać objęte „paszportem”, a także zapewnienie, że „paszport” dla spółki zarządzającej nie komplikuje wydajnego pod względem podatkowym ukształtowania łańcucha funduszu. „Paszport” dla spółki zarządzającej nie powinien zlikwidować wszystkich możliwości nadzoru w kraju, w którym zlokalizowano fundusz. Zaburzyłoby to skuteczność nadzoru nad funduszem przez depozytariusza – jeden z kluczowych zapisów dyrektywy w sprawie funduszy UCITS służących ochronie inwestorów.

Komisja zaproponuje zmiany do dyrektywy, aby umożliwić zatwierdzonemu towarzystwu funduszy inwestycyjnych zarządzanie funduszami korporacyjnymi i kontraktowymi w innych państwach członkowskich. Na etapie przygotowań konieczne będzie dokładne sprawdzenie i zatwierdzenie zakresu usług w ramach „paszportu”.

1.5. Wzmocnienie współpracy w ramach nadzoru

Powyższe zmiany ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych utrudniają drogę transgranicznym transakcjom, platformom lub strukturom, które mogą być bardziej skomplikowane z prawnego lub technicznego punktu widzenia. Różne organy regulacyjne mogą ponosić odpowiedzialność za różne podmioty w ramach zaprojektowanego na nowo łańcucha wartości. Skuteczny nadzór nad strukturami i funkcjami transgranicznymi musi być poparty pełną i terminową współpracą między odpowiednimi instytucjami krajowymi. Na przykład zamierzone uproszczenia procedur zatwierdzania funduszy będzie połączone z postanowieniami zobowiązującymi instytucje z państwa pochodzenia funduszu do udzielenia wyczerpującej i terminowej odpowiedzi na zapytanie państwa docelowego funduszu. Inne zmiany – jak „paszport” dla spółki zarządzającej, struktury związane z łączeniem aktywów i fuzje – będą wymagały jasnego określenia zakresu odpowiedzialności różnych organów nadzoru, a także wyjaśnienia obowiązków jednych organów nadzoru wobec innych. Powyższe zwiększy zaufanie do stabilności struktur transgranicznych. Komisja jest przekonana, że skuteczna współpraca organów nadzoru jest możliwa w przypadku UCITS tak samo jak w przypadku innych

wrażliwych obszarów egzekwowania przepisów dotyczących papierów wartościowych (np. nadużyć rynkowych). Grupa ekspertów CESR ds. zarządzania inwestycjami udowodniła już swoją wartość jako skuteczne forum znajdowania pragmatycznych rozwiązań wspólnych problemów nadzorczych.

Komisja przedstawi propozycję wzmocnienia postanowień dyrektywy w sprawie funduszy UCITS w zakresie współpracy odpowiednich władz i organów nadzoru. Zmiany będą wzorowane na stosownych postanowieniach nowszych przepisów dotyczących papierów wartościowych (np. dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych⁹ oraz dyrektywa w sprawie prospektów emisyjnych). Instytucje odpowiedzialne za egzekwowanie przepisów będą musiały zapewnić pomoc w odpowiednim terminie oraz interweniować w przypadkach pojawienia się trudności powstałych w obrębie ich jurysdykcji. Muszą one posiadać podobne uprawnienia, kiedy dochodzi do ścigania i nakładania kar za nieprawidłowe postępowanie towarzystw funduszy inwestycyjnych.

1.6. Usprawnienia niewymagające zmian dyrektywy

- **Ścisły termin zatwierdzenia w państwie, w którym fundusz ma swoją siedzibę:** Sześciotygodniowe opóźnienia w uzyskaniu zatwierdzenia UCITS nie są rzadkie. Fakt ten stawia UCITS w niekorzystnej pozycji w porównaniu do innych produktów inwestycyjnych oraz papierów wartościowych. Dlatego też Komisja wzywa władze krajowe do szybszego wydawania zatwierdzeń dla funduszy. Nie ma natomiast potrzeby interwencji przez podmioty prawodawcze UE. Należy pozwolić na działanie konkurencji między systemami. Władze krajowe zainteresowane budowaniem krajowego sektora funduszy inwestycyjnych mają jasną motywację do wdrażania skutecznych i solidnych procedur zatwierdzania.
- **Obieg informacji oraz obsługa/rozliczanie zleceń funduszy:** Obsługa zleceń funduszy nie nadąża za tempem wzrostu rynku i zmianami w systemach dystrybucji. Charakteryzuje się ona wyższym ryzykiem operacyjnym, dłuższymi opóźnieniami w obsłudze oraz wyższymi kosztami. Jednak te braki nie wynikają z regulacji lub interwencji sektora publicznego, lecz z inercji sektora prywatnego oraz trudności w koordynowaniu przejścia do bardziej zaawansowanych technologii lub wydajniejszych modeli prowadzenia działalności. Komisja wzywa europejski sektor funduszy inwestycyjnych do opracowania spójnej strategii wprowadzenia koniecznych usprawnień tych funkcji.
- **„Paszport” depozytariusza:** Możliwość wyboru depozytariusza w innym państwie członkowskim nie wydaje się przynosić większych korzyści. Koszty depozytariusza stanowią niewielki procent łącznych kosztów funduszu i zostały w znacznym stopniu wyczerpane w wyniku szerokiego stosowania delegacji. Ewentualne marginalne zyski wydają się być niewspółmierne wobec skali zmian, które należałoby wprowadzić do dyrektywy w celu harmonizacji obowiązków i zadań depozytariusza. Komisja zaleci państwom członkowskim podjęcie pewnych kroków w celu usunięcia barier w dokonywaniu wyboru oraz elastyczności w ustanawianiu powierników funduszu. W szczególności Komisja będzie wzywać państwa członkowskie do zezwolenia

⁹ Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych 2004/39/WE z 21 kwietnia 2004 r.

oddziałom banków zatwierdzonych w innym państwie członkowskim na pełnienie funkcji depozytariusza oraz wyrażenie zgody na przekazywanie aktywów w depozyt do powiernika w innym państwie członkowskim. Również w przyszłości służby Komisji będą kontynuować monitorowanie rynku usług depozytariusza w celu oceny potrzeby zwiększonej elastyczności i/lub harmonizacji.

W powyższych i innych przypadkach Komisja wzywa państwa członkowskie do przeglądu praktyki zatwierdzania i nadzoru funduszy w celu określenia sposobów jednostronnego wprowadzania usprawnień, biorąc pod uwagę wzorcowe zasady funkcjonujące w innych państwach UE. Mimo że niektóre bodźce do rozkwitu sektora funduszy będą pochodzić z rozwoju na szczeblu unijnym, istnieje wiele działań, które mogą być podjęte przez poszczególne państwa członkowskie w celu poprawy krajowych warunków rynkowych dla funduszy inwestycyjnych.

2. USPRAWNIANIE WSPÓLNEGO RYNKU FUNDUSZY Z KORZYŚCIĄ DLA INWESTORA KOŃCOWEGO

Cięcia kosztów oraz otwieranie nowych rynków dla sektora funduszy inwestycyjnych musi się przełożyć na odczuwalną poprawę sytuacji inwestora końcowego – poprzez niższe koszty lub wyższe zyski, lecz również w postaci dostępu do ciągłej poprawy wyników produktów. Aby stało się to możliwe, sektor będzie musiał zostać poddany silnemu naciskowi ze strony popytu oraz ostrej konkurencji na całym wspólnym rynku. Inwestorzy będą potrzebowali zrozumiałych i wiarygodnych informacji, pozwalających im na wybór spośród konkurujących produktów tych, które oferują najbardziej atrakcyjne kombinacje ryzyka i zysku. Będą oni musieli mieć możliwość polegania na jakości i obiektywności usług świadczonych przez doradców finansowych i pośredników sprzedających im fundusze inwestycyjne. W obu przypadkach konieczne są dalsze postępy.

2.1. Uproszczony prospekt emisyjny

Uproszczony prospekt emisyjny miał za zadanie udostępnienie inwestorom i pośrednikom podstawowych informacji o możliwym ryzyku, związanych kosztach oraz spodziewanym zysku danego produktu. Pomysł ten okazał się jednak wyraźnie nietrafiony. W większości przypadków dokument ten był zbyt długi oraz niezrozumiały dla zamierzonych odbiorców. Padł on ofiarą rozbieżnych sposobów wdrażania oraz „upiększania” przepisami krajowymi: stosowne zalecenie Komisji¹⁰ było częściej łamane niż stosowane w praktyce. Skutkiem są ogromne ilości papieru zużytego na publikowanie informacji o niewielkiej wartości dla inwestorów, ale prowadzące do znacznego wzrostu kosztów stałych w sektorze funduszy.

Pomimo tych braków istnieje silne zapotrzebowanie na standardowe informacje o funduszu dostępne od ręki. Konieczne są działania prowadzące do zmiany punktu ciężkości uproszczonego prospektu emisyjnego tak, aby zawierał on krótkie i zrozumiałe dla inwestora końcowego podsumowanie kosztów, ryzyka oraz oczekiwanych wyników produktu. Powinien on uwzględniać takie same podstawowe informacje dla wszystkich

¹⁰ Zalecenie Komisji [2004/384/WE](#) z 27 kwietnia 2004 r. w sprawie niektórych treści uproszczonego prospektu emisyjnego, zgodnie z Tabelą C załącznika I do dyrektywy Rady 85/611/EWG

UCITS z siedzibą w dowolnym państwie UE. Wymagana będzie również zmiana postanowień obecnej dyrektywy tak, aby lepiej określić cel i główne zasady prospektu emisyjnego, a także umożliwić przyjęcie przepisów wykonawczych pozwalających wydać jednolite obowiązujące przepisy prawne w tym zakresie. Praca ta mogłaby stanowić punkt odniesienia dla przystępnych i dostępnych od ręki informacji na temat ryzyka i kosztów innych produktów inwestycyjnych, jak na przykład ubezpieczeń na życie powiązanych z funduszami inwestycyjnymi.

Niedociągnięcia w uproszczonym prospekcie emisyjnym są zbyt poważne, aby mogły czekać na zmianę dyrektywy. Bezwzględnie podjęte zostaną praktyczne działania zmierzające do naprawy błędów związanych z uproszczonym prospektem emisyjnym. W trakcie przeprowadzonych niedawno warsztatów określono obszary, w których uproszczony prospekt emisyjny musi być poprawiony. Komisja będzie się starała skodyfikować rozszerzenie zakresu ujawniania informacji o ryzyku, kosztach i wynikach poprzez zmianę odnośnego zalecenia. Prace te będą kontynuowane w oparciu o informacje z CESR oraz władz krajowych. Wyniki prac będą weryfikowane z inwestorami i pośrednikami w celu zapewnienia przydatności w wyborze inwestycji. Na odpowiednie testy konsumenckie i rynkowe potrzebny jest wprawdzie czas, niemniej można się spodziewać, że korekty nielegislacyjne mogą zostać zakończone w połowie 2008 r. Korekty te otrzymają status prawny po wejściu w życie zmian do dyrektywy.

Konieczne jest podejście dwustopniowe. Sama dyrektywa musi zostać zmieniona, aby wyjaśnić podstawowe cele oraz zasady przygotowywania uproszczonego prospektu emisyjnego, jak również uchwalić prawnie wiążące środki wykonawcze, dające w skuteczny i jednolity sposób wyraz tym zasadom. Przed wejściem w życie zmienionej dyrektywy Komisja zweryfikuje swoje zalecenie w sprawie rozszerzenia zakresu ujawniania informacji o ryzyku, kosztach i wynikach funduszy. Prace będą prowadzone przy ścisłej współpracy z państwami członkowskimi oraz starannie przetestowane przez inwestorów, dystrybutorów oraz sam sektor funduszy.

2.2. Systemy dystrybucyjne: pierwszeństwo dla interesu inwestorów

Systemy dystrybucyjne odpowiadające potrzebom inwestorów w zakresie udostępnienia funduszy muszą funkcjonować wydajnie. Muszą one dostarczać konkurencyjne produkty spełniające potrzeby inwestorów indywidualnych. Obecnie dystrybucja funduszy jest największym kosztem w działalności sektora funduszy inwestycyjnych – od 46 % łącznych kosztów we Francji do 75 % we Włoszech.

Przejęcie od zamkniętych systemów dystrybucji do otwartej lub ukierunkowanej struktury – w której pośrednicy oferują szereg produktów podmiotów trzecich – nabiera rozpędu. Zmiana ta może stanowić ogromną zaletę dla inwestorów, jeśli wyboru funduszy podmiotów trzecich dokonuje się na podstawie obiektywnych informacji o kosztach i oczekiwanych wynikach. Informacje o wysokości prowizji płaconej przez właścicieli funduszu dystrybutorom nie powinny wpływać na wybór funduszu. Obecnie towarzystwa funduszy inwestycyjnych płacą dystrybutorowi funduszy podmiotów trzecich średnio 50 % opłaty za zarządzanie. Należy ustalić, czy prowizje te stanowią opłatę za usługi świadczone klientom przed sprzedażą i po sprzedaży. Konflikty interesów oraz narzędzia zachęty do współpracy muszą być odpowiednio traktowane lub ujawniane: pośrednicy muszą sumiennie wykonywać swoje obowiązki wobec klientów indywidualnych. Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID)

zapewnia instrumenty zarządzania tymi aspektami. Związane z nią środki wykonawcze bazują na założeniu, że narzędzia zachęty muszą być ujawniane i mogą być przekazywane jedynie, jeśli służą interesom klienta.

Generalnie rzecz ujmując dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych powinna wspierać jakość pomocy świadczonej przez doradców, brokerów i innych pośredników na rzecz klientów rozważających inwestycje w fundusze inwestycyjne. Pozwoli to na zwiększenie odpowiedzialności spółek inwestycyjnych sprzedających fundusze, zgodnie z nią muszą one bowiem wykazać, że produkt jest właściwy dla poszczególnego klienta oraz że został on w pełni powiadomiony o wszelkim ryzyku związanym z danymi produktami.

Komisja będzie starannie monitorować stosowanie zasad dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych w zakresie prowadzenia działalności oraz narzędzi zachęty w odniesieniu do sprzedaży funduszy przez pośredników. Służby Komisji opublikują vademecum konsolidujące informacje w celu skutecznego wdrażania tych zasad i zapewnienia, by inwestorzy mogli polegać na obiektywnym i profesjonalnym pośrednictwie w sprzedaży funduszy.

3. ROZWIĄZANIA WSPÓLNEGO RYNKU DLA NIEZHARMONIZOWANYCH FUNDUSZY PRZEZNACZONYCH DLA KLIENTÓW INDYWIDUALNYCH?

Ramy prawne UCITS nie dotyczą już wszystkich funduszy inwestycyjnych sprzedawanych inwestorom prywatnym we fragmentarycznych systemach krajowych. Istnieją rodzaje funduszy inwestycyjnych, które nie są zgodne z przepisami o UCITS ze względu na aspekty ich strategii inwestycyjnej lub strukturę funduszu. Niemniej jednak mogą być one powszechnie dostępne dla inwestorów prywatnych na szczeblu krajowym, ponieważ rozprowadzane są na nim różne formy produktów lub obowiązują różne zasady dystrybucji. Brak możliwości skorzystania z „europejskiego paszportu” stanowi źródło rozczarowania w przypadku uznanych od dawna produktów przeznaczonych dla inwestorów indywidualnych takich jak otwarte fundusze nieruchomości (na terenie UE zarządzające aktywami o wartości 150 miliardów euro), które widzą potencjalne korzyści ze świadczenia usług na szczeblu ogólnoeuropejskim. W związku ze zróżnicowanymi wymogami i ograniczeniami oraz różnymi sposobami dystrybucji inwestorzy prywatni coraz częściej kierują swoje zainteresowanie ku produktom niezharmonizowanym.

Komisja szacuje, że aktywa zarządzane przez ukierunkowany na inwestora prywatnego sektor funduszy niezharmonizowanych stanowią około 10 % łącznych zarządzanych aktywów. Ten segment branży funduszy inwestycyjnych nie jest objęty żadnymi formalnymi ramami umożliwiającymi sprzedaż transgraniczną. Wylania się pytanie, czy ramy takie należy stworzyć. Przed udzieleniem twierdzącej odpowiedzi konieczne są precyzyjniejsze informacje dotyczące następujących kwestii:

- (1) Czy charakterystyka tych funduszy w zakresie ryzyka oraz osiągniętych wyników pozwala sądzić, że właściwym byłoby oferowanie ich na szeroką skalę inwestorom prywatnym bez uprzedniego doradztwa?

- (2) Czy wprowadzenie mechanizmu „europejskiego paszportu” przyniesie rzeczywiste i wymierne korzyści dla odnośnego sektora, inwestorów i pozostałych rynków, jeśli uwzględnione zostaną dodatkowe koszty wynikające z regulacji oraz pozostałe następstwa wprowadzenia takiego mechanizmu? Rozważania te powinny również założyć, że ramy wspólnego rynku są realne i praktyczne, uwzględniając różnorodne strategie handlowe, kategorie aktywów, techniki finansowe i bardzo zróżnicowane kultury inwestowania w poszczególnych państwach członkowskich.
- (3) Jeśli potrzebne są ramy wspólnego rynku, jaki jest najlepszy sposób osiągnięcia tego celu?
- (a) Jedną możliwością legislacyjną jest dalsze rozszerzenie zakresu istniejącej dyrektywy w sprawie funduszy UCITS. Jednakże postanowienia tej dyrektywy dotyczące struktury funduszy i strategii inwestycyjnych musiałyby zostać w dużym stopniu przeformułowane na podstawie koncepcji opartych na podstawowych zasadach, tak aby mogły objąć kolejne kategorie niezharmonizowanych funduszy. Zmian takich nie można przeprowadzić bez starannego zbadania ryzyka osłabienia podstawowych zasad służących ochronie inwestorów oraz ewentualnego wpływu na pozostałe segmenty rynku UCITS. Czy wymagane dla objęcia kolejnych kategorii funduszy niezharmonizowanych zmodyfikowanie dyrektywy, w tym jej zakresu, przyniosłoby znaczne korzyści netto przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiego poziomu ochrony inwestorów?
- (b) Czy możliwe byłoby wprowadzenie obok dyrektywy w sprawie funduszy UCITS systemów regulujących poszczególne kategorie produktów? Takie podejście mogłoby doprowadzić do fragmentaryzacji środowiska regulacyjnego, powodującej zniekształcenia na rynku i arbitrażu regulacyjnego. Takie podejście oznaczałoby również dostosowywanie ram prawnych wraz z pojawieniem się każdej nowej strategii inwestycyjnej.

Wobec niepewności co do prawdopodobnych konsekwencji oraz najlepszego rozwiązania Komisja uważa, że nie jest to odpowiedni moment na przedstawianie inicjatyw na rzecz integracji rynku niektórych funduszy niezharmonizowanych. Komisja będzie jednakże systematycznie analizować te kwestie, w tym poprzez konsultacje z praktykami i ekspertami z poszczególnych dziedzin, uwzględniając w pierwszym rzędzie fundusze nieruchomości, w przypadku których powoła grupę ekspertów, co ma umożliwić podjęcie uzasadnionej i potwierdzonej empirycznie decyzji w tym zakresie w 2008 r.

Komisja oceni prawdopodobne koszty, korzyści i ryzyko wprowadzenia odpowiednich ram prawnych wspólnego rynku dla niezharmonizowanych produktów przeznaczonych dla klientów indywidualnych i oceni, czy produkty te są przeznaczone w pierwszym rzędzie dla transgranicznej sprzedaży inwestorom. Jeśli po szczegółowej analizie i uwzględnieniu opinii branży, inwestorów i organów nadzorczych okaże się, że opracowanie rozwiązań w ramach wspólnego rynku dla niektórych produktów niezharmonizowanych jest zasadne, Komisja rozważy dostępne opcje oraz charakter zmian w ramach prawnych UCITS, które byłyby w tej sytuacji konieczne. W 2008 r.

4. OFEROWANIE I SPRZEDAŻ PRODUKTÓW „INWESTOROM KWALIFIKOWANYM”

Istnieją również fundusze niebędące przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, powszechnie uznawane za bardziej właściwe w przypadku inwestorów instytucjonalnych i innych inwestorów profesjonalnych, którzy są w stanie samodzielnie podejmować decyzje inwestycyjne. Przykłady dotyczą funduszy kapitału prywatnego oraz większość funduszy zabezpieczających. Są to z reguły produkty inwestycyjne o stosunkowo wysokim prawdopodobieństwie ujemnego wyniku inwestycyjnego. Mogą to być także produkty zawierające nowe formy ryzyka (na przykład ryzyko trudności wyceny aktywów).

Nie ma wspólnego europejskiego podejścia do odróżniania produktów odpowiednich dla inwestorów indywidualnych od produktów dla inwestorów profesjonalnych. Doświadczenia krajowe udowodniły, że nie istnieje w pełni zadowalająca podstawa prawidłowego rozróżnienia. Opinie na temat tego, co jest bezpiecznym produktem dla inwestorów indywidualnych, ulegają ciągłym zmianom, ponieważ powstają nowe kategorie aktywów, a ryzyko jest lepiej rozpoznawane.

Dyrektywa w sprawie rynków papierów wartościowych zastępuje surowe ograniczenia marketingu i sprzedaży niektórych instrumentów pewnym kategoriom inwestorów poprzez system nakładający na spółkę inwestycyjną obowiązek stwierdzenia, czy dana inwestycja jest odpowiednia w przypadku poszczególnego klienta. W wielu państwach członkowskich stanowi to nowe podejście do ochrony inwestorów. Organy wykonawcze będą musiały pojąć znaczny wysiłek w celu zapewnienia, że spółki inwestycyjne rozumieją, czego się od nich oczekuje. Wdrożenie tego podejścia będzie starannie monitorowane, aby zapewnić rygorystyczne stosowanie elementów kontrolnych w spółkach inwestycyjnych w całej Europie. Służby Komisji, w bliskiej współpracy z władzami krajowymi, zbadają rodzaje ograniczeń marketingu i sprzedaży, które miałyby zostać zniesione w związku z przesunięciem punktu ciężkości w kierunku przestrzegania zasad prowadzenia działalności na szczeblu spółek inwestycyjnych. W procesie tym uwagę będzie się zwracać zwłaszcza na marketing i sprzedaż funduszy niezharmonizowanych, z którymi wiąże się stosunkowo wysokie prawdopodobieństwo wyjątkowo niekorzystnego wyniku inwestycyjnego.

Równoległe do tego procesu Komisja sporządzi wykaz przepisów i ograniczeń krajowych, które utrudniają funduszom oferowanie produktów i innych instrumentów finansowych inwestorom instytucjonalnym i innym kwalifikującym się inwestorom. Krajowe organy regulacyjne nie muszą interweniować w transakcje finansowe inwestorów profesjonalnych, aby ich chronić, ponieważ inwestorzy ci rozumieją ryzyko inwestycji. Komisja będzie pracować nad liberalizacją transakcji transgranicznych pomiędzy określonymi kontrahentami w zakresie, w jakim będą podlegać wspólnemu systemowi **prywatnego plasowania**. Dyrektywa w sprawie rynków papierów wartościowych i dyrektywa w sprawie prospektów emisyjnych ustanowiły niektóre kluczowe elementy takiego systemu – poprzez zapewnienie niestosowania zasad prowadzenia działalności oraz ograniczeń sprzedaży w przypadku pewnych transakcji. Konieczne będzie uzupełnienie tej struktury poprzez usunięcie pozostałych barier

wynikających z krajowych przepisów w zakresie zatwierdzania produktów. Komisja uważa, że takie ustalenia mogą stanowić ważny wkład w pogłębianie europejskiego rynku produktów dla inwestorów instytucjonalnych, jak na przykład fundusze kapitału prywatnego. Na podstawie systematycznej analizy tych przepisów, dokonanej przy udziale CESR oraz nowo utworzonej grupy ekspertów ds. europejskich rynków papierów wartościowych (ESME), jesienią 2007 r. Komisja złoży sprawozdanie Radzie i Parlamentowi z najskuteczniejszych metod ustanowienia wspólnego podejścia do prywatnych plasowań.

Służby Komisji, przy współpracy z CESR oraz władzami krajowymi przeanalizują rodzaje ograniczeń marketingu i sprzedaży, które powinny być uchylone oraz zastąpione systemem, w którym odpowiedzialność za sprzedaż produktów klientom indywidualnym przeniesiona zostanie na spółki inwestycyjne.

W ramach tego procesu Komisja i CESR będą systematycznie gromadzić informacje oraz przeprowadzać analizy krajowych ograniczeń w prywatnym plasowaniu instrumentów finansowych wśród inwestorów instytucjonalnych i innych kwalifikujących się inwestorów. Jesienią 2007 r. Komisja złoży sprawozdanie Radzie i Parlamentowi z działań, które należy podjąć w celu ustanowienia wspólnego systemu prywatnych plasowań.

5. WNIOSKI

Fundusze inwestycyjne stanowią uznany i ważny filar europejskiego systemu finansowego. Ich znaczenie będzie wzrastać wraz z rosnącym ich wykorzystaniem przez europejskich inwestorów jako jednego z instrumentów zapewnienia godnej emerytury. Solidne i wydajne środowisko regulacyjne jest warunkiem dalszego rozwoju europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych.

W niniejszej białej księdze przedstawiono pakiet działań mających na celu uproszczenie środowiska, w którym funkcjonują fundusze inwestycyjne – zwłaszcza poprzez korektę uciążliwych procedur zatwierdzania oraz racjonalizację uproszczonego prospektu emisyjnego. Działania te stworzą nowe możliwości dla podmiotów działających na wspólnym rynku, bez obciążania innych uczestników rynku znacznymi dodatkowymi kosztami. Biała księga identyfikuje również potrzebę udostępnienia inwestorom lepszych narzędzi do podejmowania świadomych decyzji oraz zapewnienia, że otrzymają obiektywną i bezstronną pomoc ze strony dystrybutorów. Pakiet działań stanowi starannie przygotowany program, wpływający bezpośrednio na europejski sektor funduszy inwestycyjnych oraz inwestorów.

Rosnące znaczenie tego rodzaju działalności oznacza, że wystąpi potrzeba monitorowania na bieżąco modyfikacji i rozwoju unijnych ram legislacyjnych. Planowane zmiany dyrektywy w sprawie funduszy UCITS są być może tylko jednym z etapów. Najnowsze innowacje w zakresie technik i produktów inwestycyjnych oznaczają, że UE i władze krajowe będą nadal musiały stawiać czoła złożonym problemom dotyczącym zakresu i struktury europejskich ram legislacyjnych dla funduszy inwestycyjnych. Zamiast podejmowania pośpiesznych decyzji niniejsza biała księga proponuje dokładniejsze zbadanie tych kwestii, aby umożliwić bardziej świadomą debatę polityczną w trakcie wyłaniania się tych nowych produktów i kategorii aktywów.

– **Załącznik 1: Zestawienie działań proponowanych w białej księdze**

A. Propozycja zmiany dyrektywy 85/611:

Komisja zaproponuje ściśle określone zmiany i uzupełnienia w celu: 1). uproszczenia obecnych mechanizmów „paszportu europejskiego” oraz rozszerzenia uprawnień funduszy UCITS towarzystw zarządzających nimi; 2). poprawy uproszczonego prospektu i jego skutecznego stosowania; 3). rozszerzenia współpracy organów nadzoru. Propozycje zmian w prawodawstwie zostaną przedstawione w jednym pakiecie jesienią 2007 r. W ramach zobowiązania do przejrzystości wiosną 2007 r. służby Komisji rozpoczną otwarte konsultacje na temat planowanych zmian. Konsultacje te umożliwią również ocenę planowanych działań pod względem ich wpływu na koszty. Zmienione lub nowe przepisy dyrektywy pozwolą na zastosowanie precyzyjnych przepisów wykonawczych w celu określenia sposobu egzekwowania praw i obowiązków. Doprowadzi to do większej pewności prawnej i spójności we wdrażaniu praw i obowiązków wynikających z dyrektywy oraz elastyczniejszego dostosowania do zmieniającego się rynku i potrzeb inwestorów. Planowany termin: Komisja opublikuje swoją propozycję jesienią 2007 r.

B. Działania nielegislacyjne na rzecz usprawnienia ram prawnych funduszy UCITS:

- Komunikat przypominający stosowne orzeczenia ETS i wyjaśniający, że krajowe traktowanie podatkowe zysków kapitałowych w przypadku fuzji funduszy z siedzibą w tym samym państwie powinno zostać rozszerzone na fuzje funduszy mających siedzibę w różnych państwach członkowskich. Planowany termin: początek 2008 r.;
- Weryfikacja zalecenia Komisji w sprawie uproszczonego prospektu emisyjnego, na podstawie wskazówek CESR, wyników konsultacji oraz testów wśród konsumentów. Prace będą prowadzone równoległe do modyfikacji odpowiednich przepisów dyrektywy. Planowany termin rozpoczęcia prac: początek 2007 r.; docelowy termin zakończenia prac: połowa 2008 r.;
- Vademecum służb Komisji w sprawie stosowania odpowiednich postanowień dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych wobec zbiorowych inwestycji/UCITS. Planowany termin: lato 2007 r.;
- Komunikat/zalecenie w sprawie przekazania funkcji powierniczych przez depozytariuszy oraz wyznaczanie oddziałów banków mających siedzibę w UE jako depozytariusza. Planowany termin: początek 2008 r.

C. Niezharmonizowane fundusze inwestycyjne:

- Przegląd krajowych zasad plasowania instrumentów finansowych, w tym określonych funduszy, wśród kwalifikowanych inwestorów oraz pierwsza ocena wariantów budowy wspólnego europejskiego systemu prywatnych plasowań: Planowany termin: jesień 2007 r.;
- Nowe badanie w zakresie strategii inwestycyjnych funduszy zharmonizowanych i niezharmonizowanych oraz związanych z nimi zyskami i ryzykiem: publikacja wyników – koniec 2007 r.;

- Powołanie grupy ekspertów ds. otwartych funduszy nieruchomości: publikacja sprawozdania – jesień 2007 r.;
- Sprawozdanie Komisji dla Rady i Parlamentu w sprawie oceny potrzeby oraz możliwych wariantów rozwoju ram prawnych wspólnego rynku dla określonych niezharmonizowanych funduszy przeznaczonych dla inwestorów indywidualnych: połowa 2008 r.